



**JURISTISCHE FAKULTÄT**



**UNIVERSITÄT  
HEIDELBERG**  
ZUKUNFT  
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

**„Die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften  
mittels Privatrecht“**

Dissertation vorgelegt von Eva-Maria Schwarzer

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christoph Kern

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

In der Dissertation wird untersucht, ob das Privatrecht *de lege lata* bereits einen Beitrag zur Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Normen leistet und ob *de lege ferenda* privatrechtliche Regelungen erwogen werden sollten oder gar erlassen werden müssen. Sie ist damit Teil eines wissenschaftlichen Ansatzes, für den sich der englische Begriff des *private enforcement* durchgesetzt hat.

Das Kapitalmarktrecht hat sich in den letzten Jahren rasant entwickelt. Die Gesetzgebung konzentrierte sich allerdings lange Zeit auf die Statuierung von Geboten sowie Verboten, die dazu bestimmt sind, das Verhalten der Marktteure und dadurch das Marktgeschehen zu steuern. Die Durchsetzung dieser Verhaltensnormen, welche die Einhaltung der verhaltenssteuernden Vorschriften insbesondere durch eine Sanktionierung von Fehlverhalten sichert, wurde in den zahlreichen Gesetzgebungsverfahren nicht nur vernachlässigt, sondern nahezu ausgeblendet.

Der deutsche Gesetzgeber verlässt sich derzeit vornehmlich auf das öffentlich-rechtliche Aufsichtsrecht. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat mit ihren derzeit ca. 2500 Mitarbeitern – neben anderen Verpflichtungen – über die Einhaltung aller kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten zu wachen. Dies ist aufgrund komplizierter Fallgestaltungen und der schlichten Masse an täglichen Transaktionen sowie Publizitätsakten eine nicht zu bewältigende Aufgabe. Das derzeit vornehmliche Sanktionsmittel der Geldbuße war zudem lange Zeit unflexibel und vermochte sich nicht an den einzelnen Fall anzupassen. Bei in Erwartung stehenden Gewinnen von teilweise über 100 Millionen EUR war eine Geldbuße von bis zu einer Million EUR machtlos. Erst durch die am 16. April 2014 erlassene Marktmissbrauchsverordnung (MAR) wurden die Geldbußen flexibilisiert und wesentlich erhöht, indem sie nun von dem Umsatz des rechtswidrig handelnden Unternehmens und dem durch den Verstoß erzielten Gewinn abhängig sind. Das aufsichtsrechtliche Sanktionsregime wird zwar durch strafrechtliche Normen flankiert, diese sind aber häufig nicht in der Lage, das Marktverhalten gezielt zu steuern.

Als alternatives Steuerungsinstrument wird vermehrt das Privatrecht in den Fokus gerückt. Indem Marktteilnehmern gezielt Rechte eingeräumt werden, die diese im eigenen Interesse geltend machen und verfolgen können, soll der Normadressat zur Einhaltung der Marktverhaltensregel gezwungen werden. Der Private wird durch Zuweisung von Rechten zur Steuerung des Marktverhaltens instrumentalisiert. Ob das Privatrecht aber überhaupt präventive und damit durchsetzende Wirkung hat und ob das Privatrecht ein legitimes Mittel der Rechtsdurchsetzung darstellt, ist in der deutschen Literatur stark umstritten. Im Kapitalmarktrecht ist aber nicht nur die nationale Sicht entscheidend. Vielmehr ist nahezu jede kapitalmarktrechtliche Verhaltensnorm Ausdruck eines unionsrechtlichen Umsetzungs- oder gar Rechtssetzungsaktes. Dem Unionsrecht kommt bei der Auslegung der nationalen Normen dadurch eine bedeutende Rolle zu. Nach der Rechtsprechung des EuGH ist es nicht nur legitim, sondern teilweise gar verpflichtend, das Privatrecht zur Rechtsdurchsetzung zu instrumentalisieren. Der EuGH hat dabei aber nicht allein die Durchsetzung der jeweiligen Verhaltensnorm im Blick. Er nutzt das Privatrecht mittelbar dazu, die Mitgliedstaaten zur vollständigen Umsetzung von Richtlinien zu bewegen. Kommt der Mitgliedsstaat seinen Pflichten nicht nach, macht er sich gegenüber dem Bürger schadensersatzpflichtig. Dies führte dazu, dass der BGH die Schadensersatzpflichten im Kartellrecht bereits stark ausgeweitet hat. Der europäische Gesetzgeber sieht auch im Rahmen des Kapitalmarktrechts erhebliche Defizite bei der Rechtsdurchsetzung. Die Marktmissbrauchsverordnung wird daher durch die

Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation (CRIM-MAD) flankiert. Zivilrechtliche Folgen werden in der Marktmissbrauchsverordnung, aber auch den sonstigen, das nationale Kapitalmarktrecht beeinflussenden Richtlinien aus Rücksicht vor den nationalen Haftungssystemen nicht ausdrücklich festgelegt.

## **A. Ziel der Arbeit und Gegenstand der Untersuchung**

Ziel der Arbeit ist es, den Beitrag des Privatrechts zur Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften *de lege lata* und *de lege ferenda* zu untersuchen. Dafür wird zunächst der Frage nachgegangen, ob und inwiefern das Privatrecht als Steuerungsinstrument zur Durchsetzung von Normen geeignet ist. Im Rahmen dessen wird das System der Normdurchsetzung näher beleuchtet und es wird auf die Möglichkeiten des Zivilrechts eingegangen, verhaltenssteuernde Wirkung zu entfalten. Im Anschluss wird der derzeitige Beitrag des Zivilrechts bei der Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Normen des WpHG und WpÜG herausgearbeitet. Dabei wird das nationale Recht immer auch an den Anforderungen des Unionsrechts gemessen, wobei häufig eine unionsrechtskonforme Auslegung in Betracht gezogen wird. Induktiv wird aus den gefundenen Ergebnissen ein System der derzeitigen Rechtsdurchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen mittels Privatrechts erarbeitet. Bewertend wird zum Abschluss auf die unionsrechtliche Verpflichtung zur Schaffung kapitalmarktrechtlicher Haftungsnormen *de lege ferenda* eingegangen.

Gegenstand der Untersuchung ist die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen des Sekundärmarkts mittels privatrechtlicher Sanktionierung. Im Mittelpunkt der Darstellung stehen allein die den Sekundärmarkt betreffenden Normen namentlich des Wertpapierhandels- (WpHG) und des Wertpapierübernahmegesetzes (WpÜG). Das dem Primärmarkt zuzuordnende Wertpapierprospektgesetz (WpPG) findet im Gegensatz dazu nur an vereinzelten Stellen zur Auslegung sekundärmarktrechtlicher Normen Erwähnung.

Thema der Arbeit ist zudem nicht die zivilgerichtliche Durchsetzung von Rechten Privater, sondern allein die Untersuchung privatrechtlicher Regelungsinstrumente. In den Fokus rücken damit insbesondere die privatrechtlichen Normen, die einem Privaten subjektive Rechte verleihen, die er gegenüber einem gegen die Verhaltenspflichten verstoßenden Marktteilnehmer geltend machen kann. Dabei wird es sich vor allem um haftpflichtrechtliche Normen des WpHG, des WpÜG sowie des BGB handeln. Die gerichtliche Durchsetzung der Normen ist im Gegensatz dazu nur in die Untersuchung miteinzubeziehen, wenn Beweisschwierigkeiten oder das Vorliegen von Streuschäden der Möglichkeit der Geltendmachung von privatrechtlichen Ansprüchen und damit der Effektivität der privatrechtlichen Durchsetzung entgegenstehen. Das Privatrecht ist darüber hinaus nicht mit dem Recht Privater zu verwechseln. Im Rahmen der privatrechtlichen Normdurchsetzung werden privatrechtliche Regelungsinstrumente eingesetzt, um das Verhalten von Marktakteuren zu steuern. Bezugspunkt der privatrechtlichen Normdurchsetzung ist daher nicht die Person des Anspruchsinhabers – Privater oder Staat – sondern die Natur des Steuerungsinstruments – im Folgenden insbesondere das Haftungsrecht.

Aus der Untersuchung ausgeschlossen werden die das Wertpapierdienstleistungsunternehmen treffenden Pflichten, da das Verhältnis zwischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Kunde weniger durch die Besonderheiten des Marktes geprägt wird und die Untersuchung

daher keine Schlüsse zugunsten eines Systems der kapitalmarktrechtlichen Normdurchsetzung zuließe.

*De lege ferenda* bleiben Erwägungen außer Betracht, welche die Einführung von *punitive damages* erfordern würden. Der Strafschadensersatz wird in Einzelfällen zwar auch im nationalen Recht vorgesehen, grundsätzlich ist er dem nationalen Schadensersatzrecht aber fremd. Obwohl die in gewissen Grenzen verlaufende Verbreitung der *punitive damages* insbesondere durch das Unionsrecht vorangetrieben wird, soll durch eine Besprechung strafschadensersatzrechtlicher Möglichkeiten nicht von dem Problem einer effektiven privatrechtlichen Rechtsdurchsetzung abgelenkt werden.

## **B. Gang der Untersuchung**

### **I. Grundlagen der zivilrechtlichen Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen**

Im ersten Teil der Untersuchung werden zunächst die Grundlagen der zivilrechtlichen Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Normen beleuchtet. Es wird der Begriff des Kapitalmarktrechts konkretisiert und der Sinn und Zweck der Vorschriften herausgearbeitet. Es wird ein weites Verständnis von Kapitalmarktrecht vertreten, das nicht nur die Organisation und Regulierung des Kapitalmarktes umfasst, sondern auch die Regelung der Marktteilnehmer einschließt. Regelungsziel des Kapitalmarktrechts ist der Funktionsschutz sowie der individuelle und institutionelle Anlegerschutz.

Danach wird auf die Möglichkeiten eingegangen, die das Privatrecht als Steuerungsinstrument für das Verhalten von Marktteilnehmern bietet. Dafür wird zunächst auf die allgemeinen Grundlagen der Rechtsdurchsetzung eingegangen, um darauf aufbauend die Frage zu thematisieren, ob das Zivilrecht ein legitimes Instrument bzw. Mittel für die Durchsetzung von Normen und Steuerung von Marktakteuren ist und welche Mechanismen das Privatrecht für die Durchsetzung von Verhaltensnormen besonders auszeichnen. Es wird die Auffassung vertreten, dass sich die Begriffe der Strafe und Prävention sowie der Restitution und Kompensation nicht konträr gegenüberstehen. Die Prävention kann als „gewollte Folge“ und damit Nebenzweck der Schadensersatzpflicht und nicht nur deren tatsächliches Produkt begriffen werden. Die Arbeit kommt sodann zu dem Schluss, dass die bürgerlich-rechtlichen Haftungsnormen im Grundsatz auch dazu geeignet sind, um zur Einhaltung von Verhaltenspflichten anzuhalten. Allerdings wirken sich bestehende Rechtsunsicherheiten negativ auf das Präventionspotential aus.

### **II. Durchsetzung des WpHG**

Die Arbeit widmet sich sodann der zivilrechtlichen Durchsetzung der Verhaltensvorschriften des WpHG und WpÜG im geltenden Recht. Die Verhaltensvorschriften des WpHG und WpÜG werden jeweils im Einzelnen untersucht, um induktiv eine Schutzgesetzdogmatik zu erarbeiten.

Die Arbeit kommt dabei zu dem Ergebnis, dass das Privatrecht bereits heute zumindest im WpHG einen Beitrag zur Durchsetzung der jeweiligen Verhaltensvorschriften leistet. Für das WpÜG gilt dies nicht in gleichem Maße. Allerdings sollte aus Effektivitätsgründen *de lege ferenda* die privatrechtliche Durchsetzung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften erwogen werden.

## **1. Wertpapierhandelsgesetz**

Im Hinblick auf das WpHG wird dargelegt, dass allein im Rahmen des §§ 97 und 98 WpHG bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizitätspflicht spezialgesetzlich eine privatrechtliche Haftung vorgesehen wird. Die Haftung bei Verstößen gegen die weiteren Verhaltensvorschriften im Rahmen des WpHG und der Marktmissbrauchsverordnung richtet sich im Gegensatz dazu nach den bürgerlich-rechtlichen Haftungsvorschriften. Es handelt sich dabei vornehmlich um die weiteren Publizitätsvorschriften, d.h. die Regel- und die Beteiligungspublizität und die Marktmissbrauchsvorschriften, d.h. das Insiderhandels- und das Marktmissbrauchsverbot.

Dabei rückt insbesondere das Deliktsrecht und dort konkret § 823 Abs. 2 BGB in den Fokus der Untersuchung. Die Arbeit kommt zu dem Ergebnis, dass die übliche Definition, nach dem eine Vorschrift dann drittschützend ist, wenn sie zumindest auch den Schutz des einzelnen bezweckt im Rahmen des Kapitalmarktrechts wenig hilfreich ist. Allein aus dem Umstand, dass eine Norm das Vertrauen der Anleger in den Markt stärken soll, ist nicht zu schließen, dass die Norm auch den Schutz des Einzelnen bezweckt. Regelungsziel des Kapitalmarktrechts ist neben dem Funktionsschutz zwar auch der Anlegerschutz. Der Anlegerschutz vermittelt aber nicht zwingend Individualschutz. Vielmehr wird die Anlegerschaft teilweise auch nur institutionell geschützt, nämlich mit Blick auf die Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Marktes.

Sodann wird herausgearbeitet, dass immer dann von einem Individualschutz auszugehen ist, wenn eine Verhaltensvorschrift das Verhalten des Anlegers zur Erreichung funktionsschützender Ziele instrumentalisiert. In diesem Fall wird der Schutz des Einzelnen zu einem notwendigen Zwischenziel. Dies gilt im Rahmen des WpHG für alle Publizitätsvorschriften. Durch die Publizitätspflichten wird auf die Willensbildung des Anlegers eingewirkt, so dass dieser aufbauend an den eigenen Interessen orientiert handelt und erst durch diese Handlung die Funktionsfähigkeit des Marktes geschützt wird. Das Marktmanipulations- und Insiderhandelsverbot entfalten im Gegensatz dazu nach nationalem Verständnis keine drittschützende Wirkung.

Obwohl die Publizitätsvorschriften auch dem Schutz des Einzelnen bestimmt sind, zieht ein Verstoß aber dennoch nach nationaler Sicht keine haftungsrechtlichen Konsequenzen nach sich, da eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB auch voraussetzt, dass ein individueller Schadensersatzanspruchs im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheint. Die §§ 97 und 98 WpHG bilden aber ein System, das weiteren danebentretenenden Schadensersatzansprüchen feindlich gegenübersteht.

Allerdings ist die nationale Haftung auch an den Vorgaben des Unionsrechts zu messen. Insofern verlangt das Unionsrecht, dass nicht nur Verstöße gegen die Ad hoc-Publizität, sondern auch Verstöße gegen die weiteren Verhaltensvorschriften des WpHG und der Marktmissbrauchsverordnung privatrechtlich durchgesetzt werden müssen.

## **2. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz**

Anschließend wird auf die Durchsetzung der Verhaltensvorschriften im WpÜG eingegangen. Im WpÜG ist spezialgesetzlich allein eine Haftung für Verstöße des Bieters gegen die

vollständige und fehlerfreie Erstellung einer Angebotsunterlage bzw. einer fehlerhaften Änderung derselben nach § 12 WpÜG vorgesehen.

Auch im Rahmen des WpÜG wird sodann vor allem der Beitrag des Deliktsrechts und insofern der Vorschrift des § 823 Abs. 2 BGB zur Durchsetzung der Verhaltensvorschriften untersucht. Es wird herausgearbeitet, dass auch hinsichtlich der Verhaltensvorschriften des WpÜG Probleme bestehen, diese in die nationale Schutzgesetdogmatik einzugliedern. Soweit Vorschriften allein die Fairness des Übernahmeverfahrens zu schützen bestimmt sind, folgt daraus nicht zwingend ein Schutz der betroffenen Wertpapierinhaber. Vielmehr schützen allein der § 35 Abs. 2 WpÜG, der Wertpapierinhaber zu einer Abgabe eines Angebots bei Überschreitung des Schwellenwerts von 30 % verpflichtet und die Stellungnahmepflicht der Zielgesellschaft nach 27 Abs. 1 WpÜG zumindest auch den Wertpapierinhaber.

Es wird allerdings darauf aufbauend herausgearbeitet, dass ein individueller Schadensersatzanspruch mit Blick auf das haftungsrechtliche Gesamtsystem nach § 823 Abs. 2 BGB dennoch abzulehnen ist, da das durch § 12 WpÜG aufgestellte Haftungssystem unterlaufen würde, wenn auch in weiteren Fällen weitergehende Haftungsansprüche vorgesehen würden.

Es drängt sich aber aus unionsrechtlichen Sicht *de lege ferenda* die Schaffung einer haftungsrechtlichen Vorschrift auf. Das Aufsichtsrecht ist derzeit nicht in der Lage, eine durchgehende Einhaltung der Vorschriften zu gewährleisten, da nicht alle Verstöße gegen die Verhaltenspflichten des WpÜG aufgedeckt werden und damit sanktioniert werden können. Die Arbeit kommt zu dem abschließenden Ergebnis, dass die privatrechtliche Durchsetzung der Vorschriften aus Effektivitätsgesichtspunkten daher bezüglich §§ 27 Abs. 1 und 35 Abs. 2 WpÜG geboten ist.

### **3. Die konkrete Ausgestaltung der Haftung**

Zuletzt widmet sich die Arbeit der Frage, welche Anforderungen das Unionsrecht an die konkrete Ausgestaltung der Haftung stellt. Es ist insofern insbesondere von Bedeutung (i) wer anspruchsberechtigt sein sollte, (ii) die Person des Haftpflichtigen, (iii) der Verschuldensmaßstab, (iv) welcher Schaden ersetzt verlangt werden kann und (v) die Darlegungs- und Beweislastverteilung bezüglich der Kausalität sowie des Verschuldens.

#### **a) Kreis der Anspruchsberechtigten**

Es wird im Rahmen der induktiven Untersuchung herausgearbeitet, dass alle Personen anspruchsberechtigt sein sollten, denen durch die jeweilige Verhaltensvorschrift ein dem Markt nicht immanentes Risiko abgenommen wird. Anspruchsberechtigt sollten daher beispielsweise im Rahmen der Haftung für die Veröffentlichung einer fehlerhaften Angebotsunterlage nach § 11 WpÜG auch Wertpapierinhaber sein, die das Angebot des Bieters nicht angenommen haben

Bei dem Kreis derjenigen, die zum Schadensersatz verpflichtet sind, kann an dem nationalen Grundsatz der Innenhaftung der Organmitglieder festgehalten werden. Der Schutz der Anleger kann in diesem Fall zwar bei der Insolvenz einer Gesellschaft leer laufen. Die meisten kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten treffen allerdings die Gesellschaft und nicht den Vorstand.

## **b) Verschuldensmaßstab**

Im Hinblick auf den Verschuldensmaßstab wird dargelegt, dass das Verschulden derzeit in nahezu allen haftpflichtrechtlichen Vorschriften des WpHG und WpÜG ein vorsätzliches oder grob fahrlässiges Verhalten des Schädigers voraussetzt. An diesem Verschuldensmaßstab kann für das Kapitalmarktrecht weiter festgehalten werden. Die Haftung für grob fahrlässiges Verhalten kann eine ausreichende abschreckende Wirkung entfalten und verhindert gleichzeitig, dass eine Haftpflicht für leichte Fahrlässigkeit durch risikoaverses Verhalten begegnet wird, was sich schädlich auf dem Markt auswirken könnte.

## **c) Ersatzfähigkeit des Schadens**

Anschließend wird festgestellt, dass sich die Ersatzfähigkeit des Schadens sich auch unionsrechtlich streng nach dem Schutzzweck der Norm richtet. Schützt eine Vorschrift die Willensbildung des Anlegers und wurde auf die Willensbildung beispielsweise durch eine fehlerhafte Informationen eingewirkt, sollte der Anleger auch den Vertragsabschlussschaden ersetzt verlangen können. Hinsichtlich aller Verhaltensnormen, die nicht der Willensbildung dienen, wie insbesondere das Insiderhandelsverbot, kann der Anleger allein den Kursdifferenzschaden ersetzt verlangen.

## **d) Darlegungs- und Beweislast**

Abschließend wird analysiert, ob und welche Beweiserleichterungen einem Anleger zur besseren Rechtsdurchsetzung geboten zu gewähren sind. Da die Rechtsdurchsetzung auch davon abhängt, dass die Schadensersatzpflicht des Schädigers erfolgreich vor Gericht geltend gemacht werden kann, sind Beweiserleichterungen zugunsten der Anleger vorzusehen. Dabei kann insbesondere auf die Beweiserleichterung in Form des Anscheinsbeweises zurückgegriffen werden. Hinsichtlich der Darlegung und Beweislast des Verschuldens ist entsprechend der EuGH Rechtsprechung bei Vorschriften, die kein ausdrückliches subjektives Element voraussetzen, von einer Beweislastumkehr auszugehen.